

新城控股 (601155.SH)

双轮驱动，稳健的奔跑者

核心观点：

● 业绩略超市场预期，毛利率有望继续上升

2016 年公司实现营收 280 亿，同比升 19%，营业利润 42 亿，同比升 29%，归属净利润 30 亿，同比升 64%，EPS 约 1.34 元，利润分配拟 10 派 3.3。结算毛利率企稳回升至 27.13%，销售均价突破 11000 元/平米，而拿地成本保持稳定，毛利率有望继续向上。得益于成本控制，费用率继续下行。

● 双轮驱动、投资积极，持续高增长可期

2016 年公司地产销售 650 亿，同比升 104%，跻身全国前 15。2017 年预计可售货值 1500 亿，销售目标 850 亿。2016 年公司拿地积极，获取土地建面 1400 万平米，投资金额 530 亿。目前整体可售土储超 3000 万平米，布局以长三角为核心，开始向珠三角（进入佛山）、环渤海（天津、青岛等）拓展，全国化扩张逐步展开。商业地产加速推进，已经开业 11 座吾悦广场，2016 年租金和商管收入合计 4.4 亿，今年目标 10 亿。综合体开发模式也使商业地产可持续贡献销售。公司在经营物业资产证券化方面有成功的探索。

● 财务表现稳健，存在继续加杠杆的空间

截至报告期末，公司在手现金 134 亿，短期有息负债 73 亿，覆盖率超 180%。净负债率 52%。去年成功发行 80 亿私募债，年成本 4.74%。

● 预计公司 17、18 年 EPS 分别为 1.77、2.40 元，维持“买入”评级

公司目前正处于快速增长期，住宅地产和商业地产双轮驱动。住宅地产全国扩张，坚持快速周转、持续做大规模，同时推出“共创、共担、共享”的激励机制。商业地产吾悦广场品牌影响力持续增强，增长目标明确。

● 风险提示

受调控政策影响今年销售低于预期。商业地产推进速度慢于预期。房企融资渠道收紧对公司现金流构成负面影响。

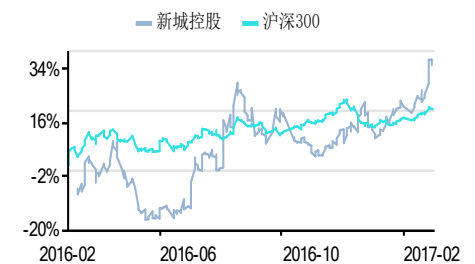
盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	23569	27969	36536	45969	56544
增长率(%)	14.0%	18.7%	30.6%	25.8%	23.0%
EBITDA(百万元)	2778	3882	5363	6995	9375
净利润(百万元)	1836	3019	4002	5415	7156
增长率(%)	57.3%	64.4%	32.6%	35.3%	32.2%
EPS(元/股)	0.81	1.34	1.77	2.40	3.17
市盈率(P/E)	18.58	11.30	8.52	6.30	4.77
市净率(P/B)	2.13	2.30	1.76	1.38	1.07
EV/EBITDA	14.47	9.04	9.45	8.99	9.10

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	15.10 元
前次评级	买入
报告日期	2017-03-01

相对市场表现



分析师：乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师：郭镇 S0260514080003



010-59136622



guoz@gf.com.cn

分析师：金山 S0260515090001



021-60750652



jinshan@gf.com.cn

相关研究：

业绩增速略超预期，双轮驱动稳健发展	2017-01-11
淡季销售保持稳定，土地投资合理	2016-08-11
战略清晰，成长可见	2016-08-01

联系人：李飞

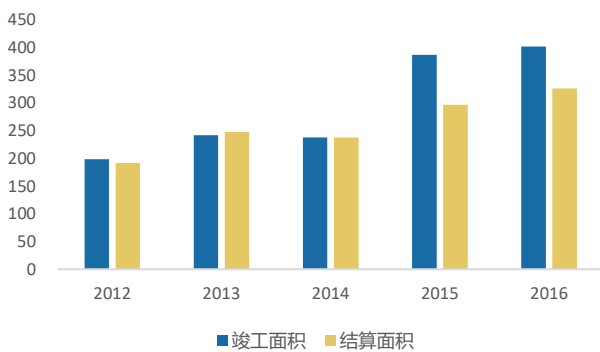
gflifei@gf.com.cn

业绩略超市场预期，毛利率有望继续上升

2016年，新城控股实现营业收入280亿元，同比上升19%，营业利润42亿元，同比上升29%，归属净利润30亿元，同比上升64%，每股收益约1.34元，略超市场预期，利润分配拟10派3.3。

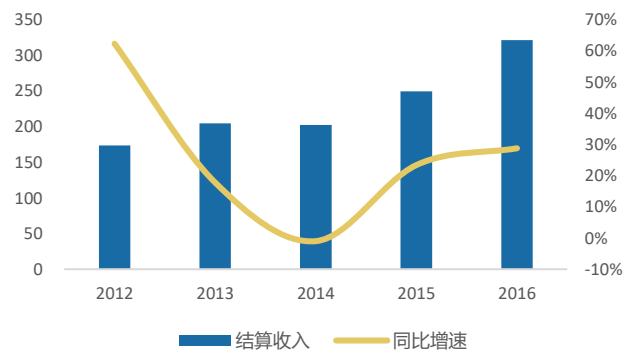
公司2016年地产结算面积326万平方米，同比上升10%，结算金额321亿元，同比上升29%，其中，有部分项目权益占比小于50%因而没有直接体现在营业收入中。竣工面积为401万平方米，同比上升4%。站在当前时间点看，公司预收账款余额接近300亿元，可结算资源较为充裕，为以后年份的业绩增长奠定了扎实的基础。

图1：新城控股地产竣工和结算面积（万平方米）



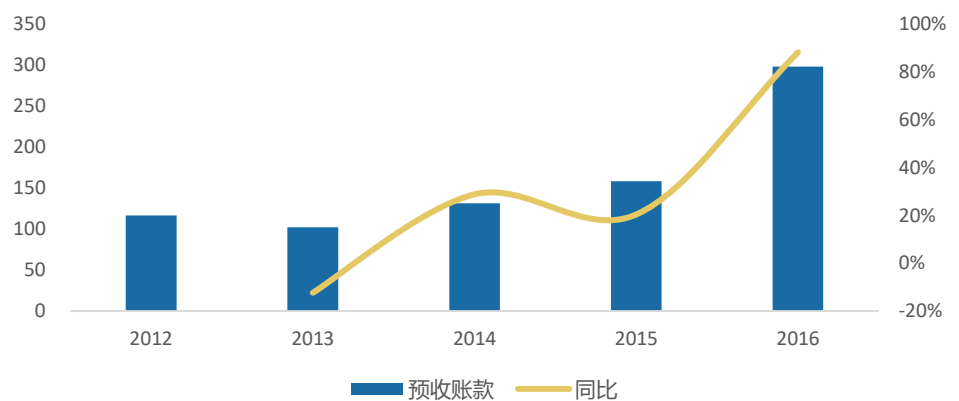
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：新城控股地产结算收入（亿元）及其增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：新城控股预收账款余额（亿元）及其同比

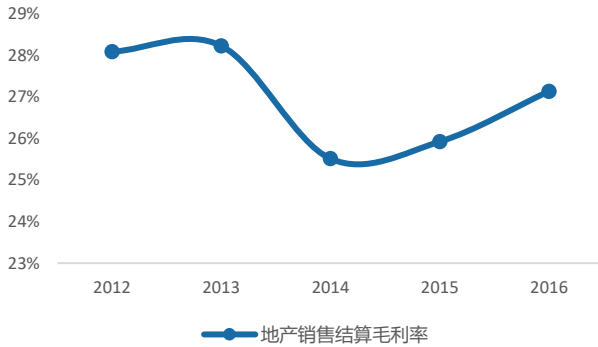


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

报告期内，营业利润增速快于营业收入，一方面是因为公司的地产结算毛利率企稳回升，2016年为27.13%，较2015年上升了1.2个百分点，这主要得益于公司所布局区域项目的销售和结算均价在2016年市场景气度较高的时候快速上升，2016年

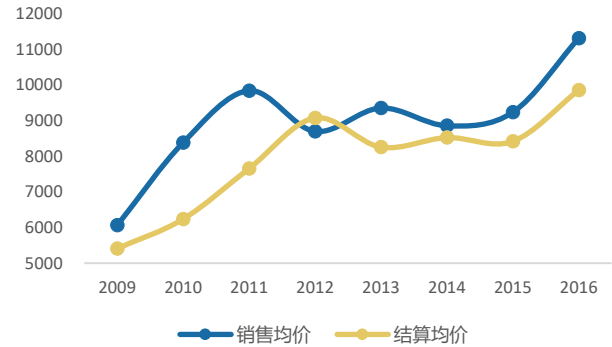
公司地产结算均价为9800元/平米，销售均价则突破11000元/平米，均为历史新高。我们认为，公司未来的销售和结算均价将保持稳中微升的态势，预计将带动毛利率水平继续提高。另一方面，公司在实行新城合伙人制度之后，费用管控卓有成效，按照合同销售额的口径计算，销售和管理费用率均降至1.5%左右的水平。

图4：新城控股地产结算毛利率



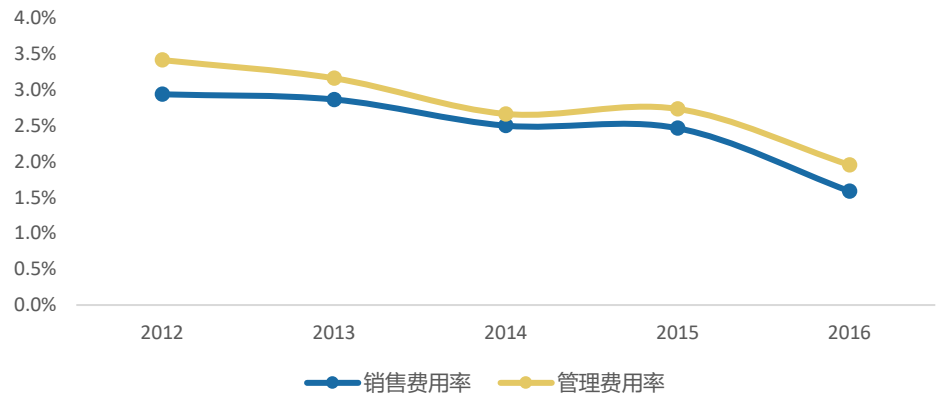
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图5：新城控股销售和结算均价（元/平米）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图6：新城控股销售和管理费用率（合同销售金额口径）

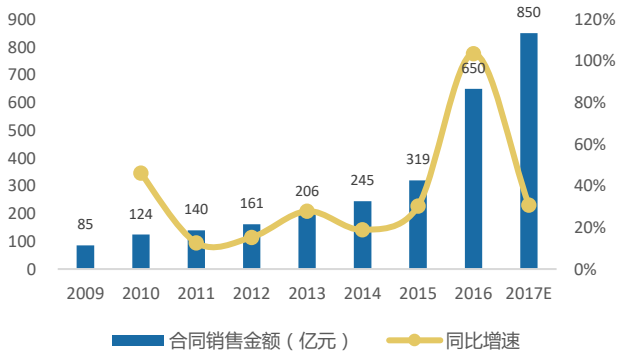


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

双轮驱动、投资积极，持续高增长可期

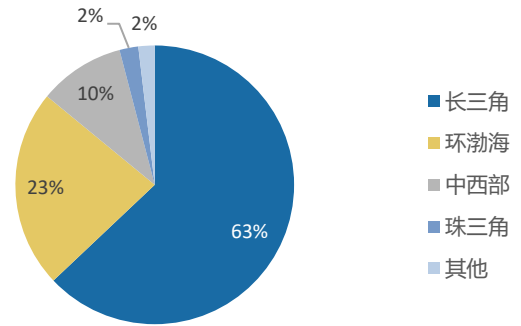
2016年，公司实现地产合同销售面积575万平米，同比上升66%，销售金额650亿元，同比上升104%，规模和增速均创公司历史新高，根据克尔瑞和中指院的统计排名，公司2016年销售金额排名全国第15，也是公司历史最好的排名。根据我们的测算，公司2017年总体的可售货值在1500-2000亿元，考虑到公司布局的城市以及快周转的能力，2017年完成目标销售金额850亿元值得期待。目前公司整体的土地储备资源按照可销售口径计算约3080万平米，布局以上海为中枢、以上海为核心，并逐步加快了全国化扩张的脚步，基本可以满足公司三到五年的发展。

图7：新城控股合同销售金额展望



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

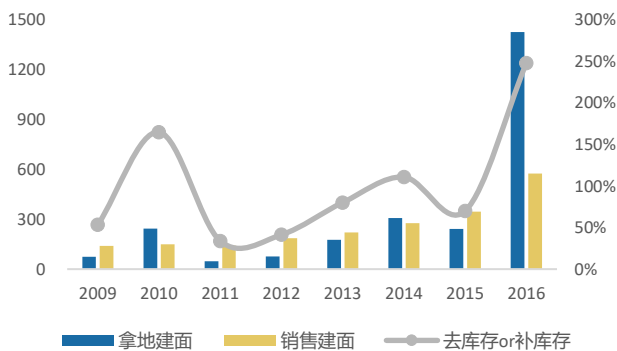
图8：新城控股可售储备资源城市分布



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

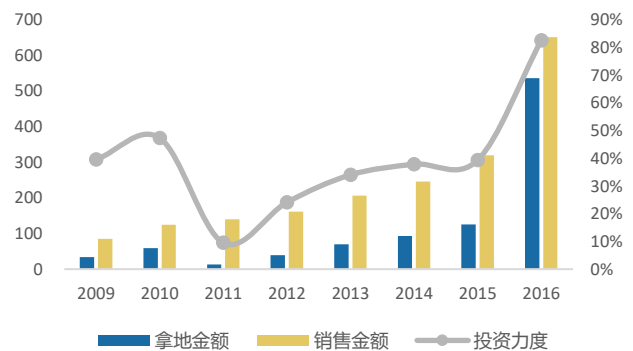
土地投资方面，公司2016年拿地总建面（100%权益）超过1400万平方米，投资金额（100%权益）超过530亿元，权益地价超过360亿元。与同期销售以及与往年拿地相比，2016年公司的土地投资无论在绝对规模还是相对量上都创历史新高。在拿地的城市选择上，除了公司此前扎根的长三角地区城市外，新进入了环渤海区域的天津、青岛、临沂，广深区域的佛山，以及中西部的昆明，初步开始全国拓展。我们认为，公司有能力将在长三角地区成功的地产开发经验复制到全国其他地区。

图9：新城控股拿地面积与销售面积（万平方米）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图10：新城控股土地投资与销售金额（亿元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 1：新城控股 2016 年土地投资汇总

项目	城市	权益	土地面积	总建面	总地价	楼面价
上海周浦老镇区 7 号地块	上海	49%	6.13	18.04	13.40	7424
上海虹口区凉城新村街道 073-06 号地块	上海	49%	2.00	8.29	37.00	44644
常州新北区天目西路西侧地块	江苏常州	99%	2.47	9.44	4.08	4321
丹阳 G1531 号、G1602 号、G1603 号地块	江苏丹阳	99%	4.79	21.85	1.44	658
南京江宁区麒麟科创园启迪大街以北地块-2016G59	江苏南京	33%	6.78	24.39	40.00	16398
南京江宁区地铁小镇青龙片区国二地块-2016G60	江苏南京	33%	7.47	23.51	33.90	14420
南通市如皋市 GJ2013_175#地块	江苏南通	100%	7.83	14.45	0.71	488

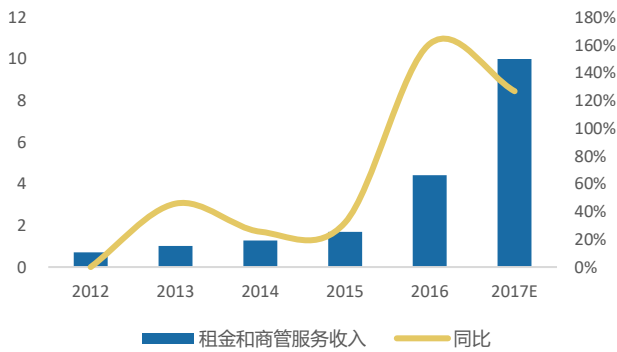
苏州工业园区星桂街西地块	江苏苏州	30%	0.86	9.49	1.00	1053
苏州吴江经济技术开发区兴中路以北地块 WJ-J-2016-002	江苏苏州	100%	4.00	4.08	1.90	4650
苏州吴江经济技术开发区江陵东路、淞山河交叉口西南侧地块	江苏苏州	35%	6.67	22.38	14.60	6524
苏州吴江经济技术开发区吉市西路、淞山河交叉口西北侧地块	江苏苏州	35%	6.64	22.29	14.55	6524
苏州相城区阳澄湖环湖北路南、思贤路西侧地块	江苏苏州	50%	19.18	47.09	10.16	2157
苏州相城区高铁新城南天成路南、澄阳路西地块	江苏苏州	62%	35.08	175.78	106.28	6046
张家港杨舍镇张地 2014-B40-A-D 号地块	江苏张家港	100%	22.00	71.13	9.54	1341
泰州泰兴市 TX2016-47 号、TX2016-48 号	江苏泰州	100%	17.26	51.68	6.03	1167
扬州市 GZ012 号地块	江苏扬州	80%	16.19	46.10	8.23	1786
句容市宝华镇宝华村地块	江苏镇江	96%	12.92	16.30	1.84	1130
杭州江干区长睦地区 R21-02 地块	浙江杭州	65%	7.58	25.32	5.35	2113
杭州江干区长睦单元 R21-01B 地块-杭政储出[2016]8 号	浙江杭州	35%	3.96	12.76	4.46	3494
杭州萧山区萧政储出(2016)8 号地块	浙江杭州	25%	1.90	7.07	2.96	4185
嘉兴市嘉善县罗星街道世纪大道北地块	浙江嘉兴	100%	5.96	18.95	10.55	5569
嘉兴平湖市 1 号、2 号地块	浙江嘉兴	100%	12.65	42.45	4.37	1030
绍兴嵊州市城南新区 R/B2016-19 号出让地块	浙江绍兴	100%	10.25	34.14	6.47	1893
温州瑞安市安阳 C 区 A -1 地块	浙江温州	100%	4.59	20.13	2.50	1242
合肥长丰县双凤开发区阜阳北路以西地块-CF201608 号	安徽合肥	96%	5.81	18.25	6.98	3823
合肥瑶海区新安江路以北地块-E1612	安徽合肥	100%	2.67	7.62	4.81	6311
济南历城区田园新城片区 B2-2 地块	山东济南	100%	10.66	39.75	4.23	1064
临沂市河东区东兴路中段西侧 2016-052 号地块	山东临沂	100%	9.19	34.30	1.74	507
青岛胶州市 23 块地块	山东青岛	100%	80.92	136.80	15.71	1149
青岛市红岛经济区羊毛滩项目	山东青岛	100%	74.76	164.86	41.84	2538
天津市宝坻新城 15-13 单元 01-32、33、34 地块	天津	50%	27.12	72.35	37.40	5169
天津津南(桂) 2016-01 号地块	天津	70%	16.72	50.09	8.32	1660
佛山市南海区狮山镇华涌村地块	广东佛山	100%	14.46	57.60	42.74	7419
武汉洪山区建和村 A 包地块 P(2016)024 号	湖北武汉	90%	10.24	47.42	24.94	5260
昆明市普吉街道办事处 KCWH2016-1 号、KCWH2012-8 号、KCWH2012-27 号地块	云南昆明	100%	10.19	48.05	5.81	1209
小计			488	1424	536	

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

备注：土地面积和总建面单位为万平方米，总地价单位为亿元，楼面价单位为元/平米

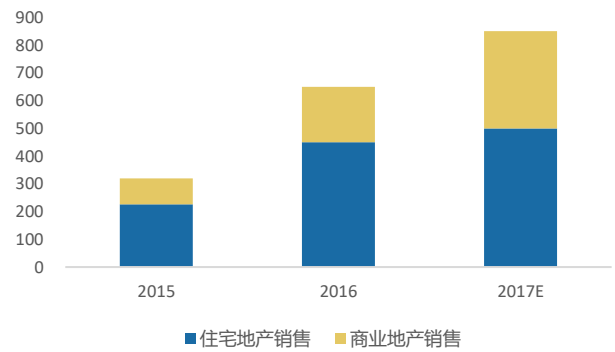
商业地产方面，2016年，公司在海口、南昌、安庆、金坛、成都等5个城市的吾悦广场顺利开业，首日客流量在30万人次左右，截至报告期末，公司已累计开业吾悦广场11个，全年租金和管理费收入4.41亿元，出租率接近99%，预计公司在2017年将继续新开业11个吾悦广场。除了租金和商管服务收入之外，商业地产还为公司贡献了稳定的销售现金流，目前公司商业地产开发主要是以综合体模式为主，销售部分覆盖持有部分资金沉淀。2016年，公司商业地产销售贡献约200亿元，预计2017年销售目标的850亿元中，来自商业地产销售的贡献有望超过350亿元。

图11: 新城控股吾悦广场租金和服务收入 (亿元)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图12: 新城控股住宅与商业地产销售规模 (亿元)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表2: 新城控股旗下已开业吾悦广场情况

地区	项目	出租房地产的建筑面积 (万平方米)	出租房地产的租金收入 (万元)	租金收入/房地产公允价值
常州	常州吾悦广场	19.65	7357	4.67%
常州	常州国际广场	14.26	6048	3.39%
上海	青浦吾悦广场	12.74	2424	不适用
镇江	丹阳吾悦广场	13.66	2145	2.37%
张家港	张家港吾悦广场	12.66	2200	2.28%
苏州	吴江吾悦广场	11.32	744	1.03%
海口	海口吾悦广场	10.33	764	0.84%
南昌	南昌吾悦广场	8.73	416	0.47%
金坛	金坛吾悦广场	8.75	246	0.45%
安庆	安庆吾悦广场	10.98	84	0.12%

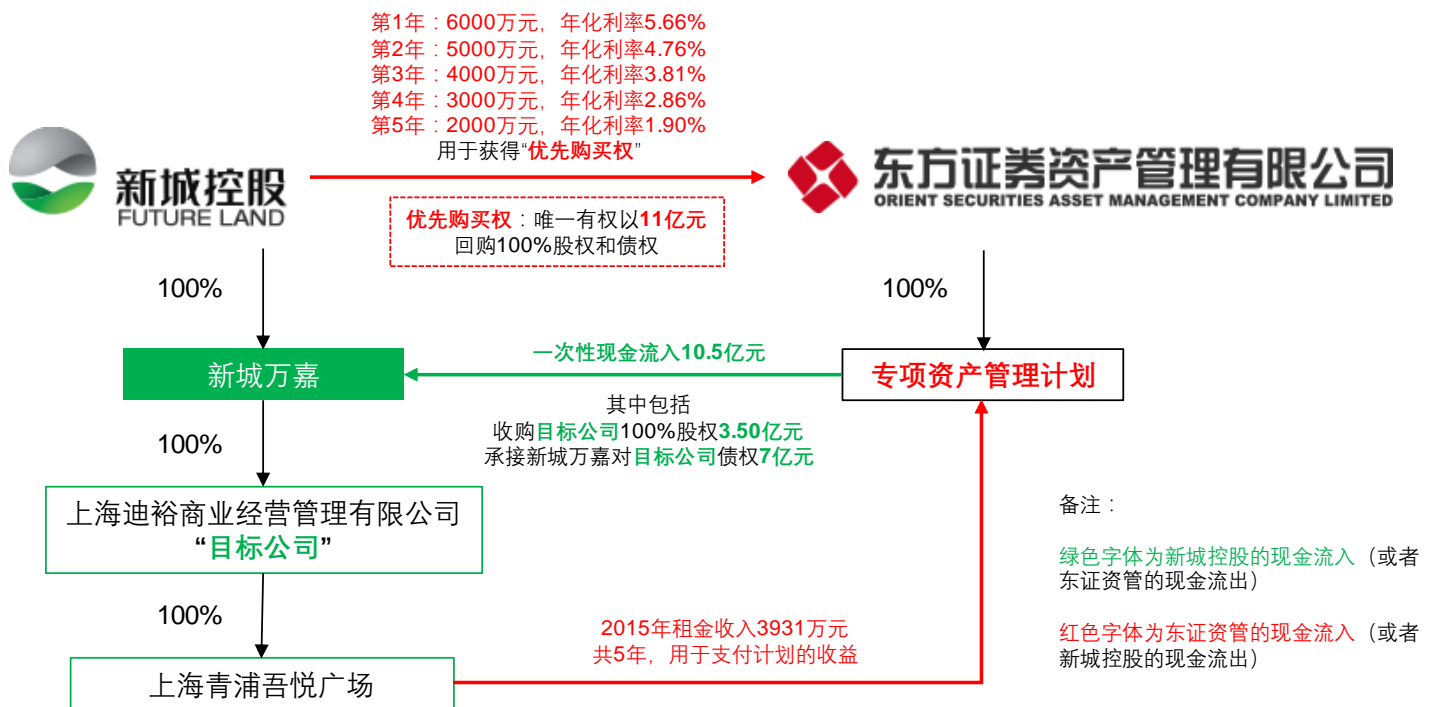
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

财务表现稳健, 存在继续加杠杆的空间

截至2016年年末, 公司在手现金134亿元, 短期有息负债合计73亿元, 覆盖率超过180%。净负债率虽然略升至52%, 但与行业平均相比仍是相对较低的水平。在2016年, 公司顺利地发行了80亿元的私募债, 平均利率为4.74%。截至报告期末, 公司存量债务平均融资成本约5.49%, 较2015年进一步降低1.69个百分点。从经营现金流的角度来看, 公司2016年实现净流入81亿元, 创历史新高。

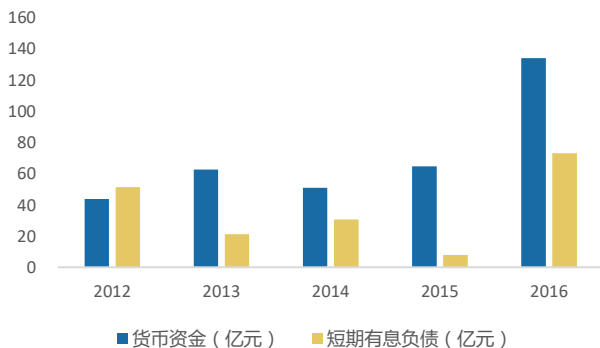
此外, 在资产证券化方面公司也积极探索。2016年6月, 新城控股以人民币10.50亿元将其子公司上海迪裕全部相关权益转让给东证资管发起设立的“东证资管-青浦吾悦广场资产支持专项计划”。该资产专项计划资产支持证券由东证资管发行并管理, 所募集资金用于收购新城万嘉对上海迪裕的7亿元债权以及上海迪裕100%股权(作价3.5亿元), 继而持有其名下上海青浦吾悦广场。

图13：新城控股与东证资管类REITs交易安排



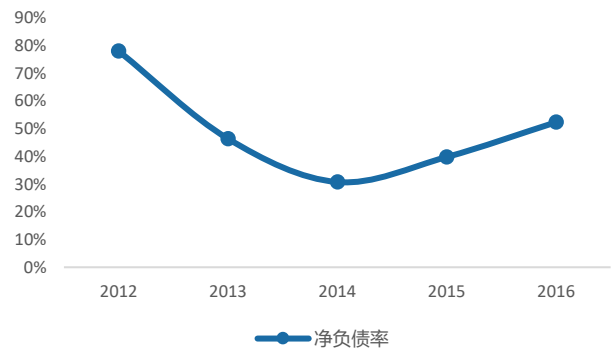
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图14：新城控股现金对有息负债覆盖情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图15：新城控股净负债率情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

公司目前正处于快速增长期，住宅地产和商业地产双轮驱动。住宅地产方面，以长三角为大本营，并开始向全国扩张，坚持快速周转、持续做大规模，同时，在新城合伙人的基础上进一步推出了“共创、共担、共享”的激励机制，在扩张同时也兼顾住宅项目的利润率和IRR。商业地产方面，公司吾悦广场品牌影响力在持续扩大，增长目标明确，并且聘请了陈德力先生为商业地产业务的负责人，未来发展值得期待。预计公司17、18年EPS分别为1.77、2.40元，维持“买入”评级。

风险提示

受调控政策影响今年销售低于预期。商业地产的推进速度慢于预期。房企融资渠道收紧对公司现金流构成负面影响。

至12月31日	单位：百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	51,435	80,174	107,984	138,231	171,723
货币资金	6,469	13,401	13,125	15,138	17,500
应收及预付	10,739	24,685	26,320	27,867	29,469
存货	32,728	39,493	65,944	92,632	122,159
其他流动资产	1,500	2,595	2,595	2,595	2,595
非流动资产	16,367	22,996	28,444	38,821	58,965
长期股权投资	2,189	4,550	9,339	19,027	38,483
固定资产	1,929	1,886	1,886	1,886	1,886
在建工程	0	0	377	717	1,022
无形资产	121	119	119	119	119
其他长期资产	12,128	16,442	16,723	17,073	17,455
资产总计	67,802	103,171	136,428	177,053	230,689
流动负债	42,023	71,072	86,891	110,210	134,981
短期借款	161	779	1,565	1,728	3,062
应付及预收	40,523	61,637	82,230	102,763	123,808
其他流动负债	1,339	8,657	3,095	5,718	8,111
非流动负债	11,908	15,730	28,428	40,033	61,365
长期借款	4,237	4,857	17,972	29,934	51,507
应付债券	6,949	9,786	9,199	8,647	8,128
其他非流动负债	722	1,087	1,257	1,452	1,730
负债合计	53,931	86,803	115,318	150,243	196,346
股本	1,708	2,259	2,259	2,259	2,259
资本公积	2,926	2,570	2,570	2,570	2,570
留存收益	7,453	10,288	14,290	19,705	26,861
归属母公司股东权益	12,131	14,854	19,385	24,800	31,956
少数股东权益	1,740	1,514	1,725	2,010	2,386
负债和股东权益	67,802	103,171	136,428	177,053	230,689

至12月31日	单位：百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	23,569	27,969	36,536	45,969	56,544
营业成本	17,250	20,174	25,525	32,187	38,982
营业税金及附加	1,946	1,742	2,792	3,416	4,173
销售费用	787	1,032	1,352	1,589	1,885
管理费用	873	1,270	1,616	1,895	2,242
财务费用	131	272	286	312	383
资产减值损失	242	0	0	0	0
公允价值变动收益	815	594	650	700	750
投资净收益	119	160	318	467	571
营业利润	3,272	4,232	5,933	7,737	10,200
营业外收入	26	95	100	100	100
营业外支出	8	37	0	0	0
利润总额	3,291	4,290	6,033	7,837	10,300
所得税	891	1,134	1,820	2,137	2,767
净利润	2,400	3,156	4,213	5,700	7,533
少数股东损益	563	137	211	285	377
归属母公司净利润	1,836	3,019	4,002	5,415	7,156
EBITDA	2,778	3,882	5,363	6,995	9,375
EPS (元)	0.81	1.34	1.77	2.40	3.17

	单位：百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-957	8,097	-3,055	-1,714	-1,286
净利润	2,400	3,156	4,213	5,700	7,533
折旧摊销	67	132	113	113	113
营运资金变动	3,457	403	-7,493	-7,702	-10,084
其它	-6,880	4,406	112	174	1,152
投资活动现金流	-798	-8,707	-4,896	-9,791	-19,446
资本支出	-3,202	-2,951	-365	-471	-438
投资变动	10,462	44,045	-4,531	-9,320	-19,009
其他	-8,058	-49,801	0	0	0
筹资活动现金流	3,032	6,639	7,675	13,518	23,095
银行借款	8,584	10,888	15,652	17,285	30,622
债券融资	-5,460	-1,052	-7,312	-2,537	-5,323
股权融资	565	266	0	0	0
其他	-657	-3,462	-665	-1,230	-2,204
现金净增加额	1,263	6,030	-276	2,013	2,363
期初现金余额	4,258	5,521	11,550	11,274	13,286
期末现金余额	5,521	11,550	11,274	13,286	15,649

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	14.0%	18.7%	30.6%	25.8%	23.0%
营业利润增长	37.8%	29.3%	40.2%	30.4%	31.8%
归属母公司净利润增长	57.3%	64.4%	32.6%	35.3%	32.2%
获利能力(%)					
毛利率	26.8%	27.9%	30.1%	30.0%	31.1%
净利率	10.2%	11.3%	11.5%	12.4%	13.3%
ROE	15.1%	20.3%	20.6%	21.8%	22.4%
ROIC	11.0%	12.9%	12.4%	13.2%	13.9%
偿债能力					
资产负债率(%)	79.5%	84.1%	84.5%	84.9%	85.1%
净负债比率	39.7%	52.3%	78.6%	107.3%	149.0%
流动比率	1.22	1.13	1.24	1.25	1.27
速动比率	0.28	0.47	0.39	0.33	0.30
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.33	0.30	0.29	0.28
应收账款周转率	2775.81	1774.79	480.31	92.07	44.40
存货周转率	0.55	0.56	0.48	0.41	0.36
每股指标(元)					
每股收益	0.81	1.34	1.77	2.40	3.17
每股经营现金流	-0.56	3.58	-1.35	-0.76	-0.57
每股净资产	7.10	6.58	8.58	10.98	14.15
估值比率					
P/E	18.6	11.3	8.5	6.3	4.8
P/B	2.1	2.3	1.8	1.4	1.1
EV/EBITDA	14.5	9.0	9.5	9.0	9.1

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，九年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：分析师，清华大学工学硕士，五年房地产研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 金山：分析师，复旦大学经济学硕士，四年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 李飞：研究助理，中国科学技术大学金融工程硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6 号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99 号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。